

学校编码: 10384

密级\_\_\_\_\_

学号: 17520070153649

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

财务柔性与企业投融资行为研究

Study on Financial Flexibility and Behaviors of Corporate  
Investment and Financing

曾爱民

指导教师姓名: 傅元略 教授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2010 年 4 月

论文答辩日期: 2010 年 5 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2010 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 论文摘要

在当今风云变幻的经济全球化时代，企业面临的不确定性日益增强，其战略选择、激励体系、信息系统的设计和财务政策选择无不深受影响。特别自 2007 年美国次贷危机所引发的全球金融危机以来，财务柔性研究在国际上正日益得到实务界和理论界的广泛关注和重视。但相比其他财务理论，财务柔性理论研究尚属一个相对新兴的研究领域，特别是我国在这方面的研究尚处于起步阶段。

本文从财务柔性理论的视角出发，研究了以下问题：我国制度背景下的股权融资资格管制政策是否会影响企业的财务柔性储备，并进而影响企业的融资决策？企业的财务柔性是否受其融资约束和（经营现金流）不确定性的影响，并缓解企业所受的融资约束？当不利冲击发生时，财务柔性较高的企业是否有更强的融资能力，能更好的把握投资机会？本文研究的主要贡献和创新点如下：

1. 本文基于 KM (2000)的柔性四要素理论和 Slack (1991)的柔性三维度理论，提出了财务柔性的三维度理论，结合 DD(2007) 的财务柔性理论，创建了财务柔性的不同测度指标。不仅为本文后续的实证检验奠定了基础，而且为今后企业财务柔性领域的相关研究提供了可借鉴的分析工具。

2. 本文从企业财务柔性储备的视角出发，进行理论分析和实证检验发现融资资格管制政策对上市企业的融资政策选择具有一种显著影响作用——受管制政策影响的企业比较“偏爱”股权融资。不同于已有研究都是在假定股权再融资资格管制政策合理的前提下展开的，因而加深并拓宽了对上市企业股权再融资偏好现象的认识。

3. 与仅从融资约束程度考察企业投资—现金流敏感性的传统观点（如 Fazzari, Hubbard, & Petersen, 1988; Kaplan & Zingales, 1997）不同，本文将财务柔性 with 融资约束相结合考察企业的投资现金流敏感性，为探究财务柔性、融资约束与企业投资之间的相互关系提供了一些新的证据和思路。

4. 本文考察了财务柔性水平不同的企业在应对不利冲击（金融危机）时融、投资能力方面的差异，实证支持了财务柔性是企业预防和利用变化的能力的论断。并且，在考察财务柔性水平不同的企业在金融危机中投、融资能力差异时，本文创新构建多元回归模型用于实证分析。在实证检验企业的融资能力差异时，

本文分别从总体负债和积极举债两个角度考察了企业的负债融资能力；同时还考察了现金柔性不同的企业在调用现金能力方面的差异。克服了 Arslan, et al. (2008) 等在研究这些问题时单变量分析法的缺陷，增强了研究结论的科学性和可靠性。

**关键词：** 财务柔性；投资行为；融资行为

厦门大学博士论文摘要库

## Abstract

With the further development of economic globalization, firms are confronted with steadily increasing uncertainty, and their strategic choice, incentive mechanism, information system design and financial policies selection are deeply influenced by this tendency. Especially after the global financial crisis triggered by the subprime crisis burst out in the US in 2007, internationally the study of financial flexibility is increasingly attracting the attention of practitioners and academicians in the financial field. However compared with other financial theories, the theory of financial flexibility is still a relatively new research field, and still in its infancy and growing phase especially in China.

From the perspective of financial flexibility, this thesis try to study the following issues: under our national institution background, if the national qualification control of equity financing affects firm's reserve of financial flexibility, and then affects firm's financing decision? If firm's financial flexibility is affected by its financial constraints and (operating cash flow) uncertainty, and if relatively high level of financial flexibility can mitigate firm's financial constraints? If financially flexible firm's financing capacity are more powerful, and can take full advantage of valuable investment opportunities when exposed to unexpected shocks? The key contributions and innovations of this thesis are as follows:

1. Based on both the four factors of flexibility proposed by Koste and Malhotra (2000) and the three dimensions of flexibility by Slack (1991), this thesis proposes the three factors of financial flexibility after profound theoretical analyses, and combines the three factors with financial flexibility theories of DeAngelo and DeAngelo (2007), and constructs a set of indicators used to measure financial flexibility in order to offer a useful analytical instrument for this paper and future researches in financial flexibility field.

2. This thesis rethink the rationality of qualification control policy of equity financing from the angle of firm's reserve of financial flexibility, and combines theoretical analysis and empirical study to show that the policy has immanent power

to influence some listed companies to prefer equity financing, which increases new knowledge of the equity financing preference phenomenon. This result is different from the prevailing views on this issue are advanced from the perspectives of financing cost, the self-interest of majority shareholders or management, and analysed on the premise that the qualification control of equity refinancing is reasonable.

3. Different from the traditional points that study the cash flow sensitivity of investment only based on financial constraints (e.g. Fazzari, Hubbard, & Petersen, 1988; Kaplan & Zingales, 1997), this thesis investigates cash flow sensitivity of investment on the basis of the combination of financial flexibility and financial constraints, and offers some new ideas and evidence to the research of relationship between financial flexibility, financial constraints and firm's investment.

4. The paper examines the difference in financing and investment capacity between firms with different level of financial flexibility in response to adverse shocks (financial crisis), and the assertion that financial flexibility is firm's ability to prevent and exploit changes is supported by empirical study. Besides, in an attempt to examine the difference in financing and investment capacity during the financial crisis period between firms with different level of financial flexibility, this thesis constructs and uses multiple regression models in empirical study. In particular, in an attempt to examine the difference in firm's financing capacity, this thesis probes firm's debt financing capacity by investigating both total debt and active debt of sample firms; at the same time, firms' abilities to mobilize cashes for investment activities are also compared in this study empirically. Using multiple regression analyses, this thesis overcomes the weakness of univariate analysis employed by Arslan et al. (2008) in a similar study, and enhance the scientificity and reliability of our conclusions.

**Keywords:** financial flexibility; investment behavior; financing behavior



# 目 录

第 1 章 导论 .....	1
1.1 研究背景和问题提出 .....	1
1.2 理论意义和应用价值 .....	5
1.3 研究的主要问题与思路 .....	7
1.4 研究内容、论文框架和研究方法 .....	9
1.5 研究贡献和创新之处 .....	11
第 2 章 财务柔性及相关理论研究的综述 .....	13
2.1 环境不确定性、企业柔性 with 财务柔性 .....	13
2.2 财务柔性的获取与保持 .....	19
2.3 财务柔性与企业融、投资行为 .....	27
2.4 财务柔性与企业业绩 .....	34
2.5 本章小结 .....	35
第 3 章 财务柔性的测度 .....	37
3.1 柔性的四维度 .....	37
3.2 财务柔性的测度 .....	39
3.3 本章小结 .....	48
第 4 章 财务柔性、资格管制与企业融资行为 .....	50
4.1 问题的提出 .....	50
4.2 理论分析与研究假说 .....	54
4.3 研究设计 .....	63
4.4 实证研究结果与分析 .....	69
4.5 本章小结 .....	77
第 5 章 财务柔性、融资约束与企业投资行为 .....	79
5.1 问题的提出 .....	79
5.2 研究假说 .....	81

5.3 研究设计 .....	86
5.4 实证结果 .....	91
5.5 本章小结 .....	115
<b>第 6 章 财务柔性、金融危机和企业投融资行为 .....</b>	<b>118</b>
6.1 问题的提出 .....	118
6.2 财务柔性企业的界定与研究假说 .....	120
6.3 研究设计 .....	124
6.4 实证结果 .....	129
6.5 本章小结 .....	160
<b>第 7 章 研究结论、启示与未来研究方向 .....</b>	<b>162</b>
7.1 研究结论 .....	162
7.2 研究启示与政策建议 .....	164
7.3 本文局限性与未来研究方向 .....	165
<b>参考文献.....</b>	<b>168</b>
<b>致 谢.....</b>	<b>184</b>

## Table of Contents

<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
1.1 Research Background.....	1
1.2 Theoretical Significance and Applicable Values.....	5
1.3 Key Issues and Logic of the Research .....	7
1.4 Outline, Framework and Methodology.....	9
1.5 Contributions and Innovations of the Research .....	11
<b>Chapter 2 literature review .....</b>	<b>13</b>
2.1 Environmental Uncertainty, firm flexibility and financial flexibility .....	13
2.2 Acquiring and Preserving of Financial flexibility .....	19
2.3 Financial Flexibility and Firm's Investment and Financing Behaviors....	27
2.4 Financial Flexibility and Firm's Performance .....	34
2.5 Chapter Summary.....	35
<b>Chapter 3 Measurement of Financial Flexibility .....</b>	<b>37</b>
3.1 The Four Dimensions of Flexibility .....	37
3.2 Measurement of Financial Flexibility .....	39
3.3 Chapter Summary.....	48
<b>Chapter 4 Financial Flexibility, Qualification Control and Firm's     Financing Behavior .....</b>	<b>50</b>
4.1 Background .....	50
4.2 Theoretical Analysis and Hypotheses.....	54
4.3 Research Design .....	63
4.4 Empirical results and Analyses.....	69
4.5 Chapter Summary.....	77
<b>Chapter 5 Financial Flexibility, Financial Constraints and Firm's     Investment Behavior .....</b>	<b>79</b>

5.1 Background .....	79
5.2 Hypotheses .....	81
5.3 Research Design .....	86
5.4 Empirical results and Analyses .....	91
5.5 Chapter Summary .....	115
<b>Chapter 6 Financial Flexibility, Financial Crisis and Firm's Investment and Financing Behaviors .....</b>	<b>118</b>
6.1 Background .....	118
6.2 Identification of Financially Flexible Firms and Hypotheses .....	120
6.3 Research Design .....	124
6.4 Empirical results and Analyses .....	129
6.5 Chapter Summary .....	160
<b>Chapter 7 Conclusions, Implications and Further Research .....</b>	<b>162</b>
7.1 Conclusions .....	162
7.2 Implications and Policy Suggestions .....	164
7.3 Topics for Further Research .....	165
<b>Reference .....</b>	<b>168</b>
<b>Acknowledges .....</b>	<b>184</b>

## 第1章 导论

美国金融大鳄索罗斯说,“我什么也不害怕,也不害怕丢钱,但我害怕不确定性。”然而不幸的是,美国第70任财长鲁宾却直言:“关于市场,惟一确定的就是其不确定性”。在任一时点,企业都面临着内、外部经营环境和经营决策本身的不确定性,面临着不确定的投资机会,面临着不确定的债务和权益证券未来市价。这些不确定性使得企业必须保持适度的财务柔性,以便对非预期的投资机会和不利冲击作出灵活应对。一方面,企业的投、融资行为直接影响到企业的财务柔性;另一方面,企业的财务柔性又反过来影响其投、融资活动。显然,二者之间的关系是一个有趣而有意义的研究课题。

### 1.1 研究背景和问题提出

#### 1.1.1 现实背景

从全球范围来看,当今企业环境的最基本特征就是它的不确定性,并且不确定性的程度正日益增强。导致企业环境不确定性的因素是多方面的,经济全球化、技术进步、信息化、竞争、供应商以及政府政策都是不确定性的重要来源。

首先,从经济全球化的角度来看,伴随着世界经济全球化的趋势和区域经济整合的推动,使得区域经济和世界经济逐渐融合成为一体,商品、服务、人员、货币、信息和技术以及思想的跨国自由流动已成为大势所趋。企业经营活动所面对的是一个规模更庞大、差异更显著、动态变化更剧烈的全球市场。跨国公司的国籍特征越来越模糊,各国的政策变更、经济波动、技术创新、市场变化、意外事件都会直接或间接地影响他国企业的生存发展。

其次,技术进步是导致企业环境不确定性增强的重要因素。近年来,技术的迅速发展以及技术的间断和不连续变化不仅震动着原有产业,还催生了许多新兴产业,从而在很大程度上改变了现代企业竞争的本质和竞争的内容。连续的创新又促使技术的变化更加迅速,从而导致产品生命周期进一步缩短,产品更新换代加快,产业组织变化迅速,企业经营环境更为多变。同时,技术的交叉渗透进一步强化了企业所面临的巨大变化,加剧了对产品与服务需求的波动。随着新技术

的出现，特别是信息技术的发展、全球化进程的加快、政府管制的放松、企业间竞争合作关系的进一步深化和不同领域的技术的相互交叉渗透，传统产业边界的破坏、模糊与交融日益成为一种不可忽视的潮流。

最后，随着信息化步伐逐步加快，并迅速成为变革世界的新潮流，企业的经营环境发生了巨大变化，不确定性程度进一步增加。一方面，信息化使经济增长速度加快，虚拟程度上升，经济系统急剧波动的风险加大。另一方面，信息化的发展也促进了企业与环境紧密联结，企业与相关供应商、销售商或顾客、同业竞争者乃至政府、债权人等组成了彼此联系更为紧密的生态系统。任何企业的变化必将诱发环境的变化并波及其他企业，而最终又反馈到环境和企业自身。企业与环境之间这种休戚与共的关系难免使其环境不确定性进一步放大。

从国内情况来看，改革开放三十年来，中国企业环境发生了从计划到市场、从封闭到开放、从区域到全球等系列全面的根本性变化。相对于西方发展历程，中国企业所面临的环境变化在时间与空间上被极度压缩了：市场转型、社会变革、消费升级、技术革命、全球竞争等多股力量交织在一起，使得中国企业面临的环境更加错综动荡(李大元, 2008)。

随着我国市场经济体制的完善和 WTO 的加入，我国企业的经营环境的不确定性日益增强。尤其是近年来国家经济政策的不断调整、人民币升值、通货膨胀的发生、以新《劳动法》为代表的系列法律法规的严厉管制、金融市场环境的改变等等，无不剧烈的改变着企业的经营环境(李大元, 2008)。随着 WTO 保护期满，中国企业卸去了最后的防火墙，资本国际流动加强，我国经济与世界经济进一步融合，企业经营环境变得更为复杂和不确定，这一切都将对企业经营活动和财务活动产生重要的影响。

### 1.1.2 理论背景和问题提出

企业作为一个经济组织，其目标通常被假定为价值最大化。如果采用货币作为经济价值的度量工具，则企业价值的根源在于未来的现金流量，并依赖于选择何种方法（通常采用贴现法）将不同时点上的现金流量等价起来。因此，为了实现其价值最大化的最终目标，则企业经营、投资和筹资等决策的具体目标应当指向未来现金流量实现的时间、方向和大小。也就是说，企业决策的经济本质是通过一定的方式干预未来现金流量的时间、方向和大小，从而改变并最大化由这些

现金流量所决定的企业价值。

如前所述,随着经济全球化、技术进步、信息化和经济体制与经济结构的变化,企业所面临的环境充斥着巨大的模糊性、不断增多的战略不连续性和不确定性。在这种高度不确定的经营环境中,企业各种决策的结果也必然具有强烈的不确定性。这使得决策所衍生出的现金流量的时间、方向和(或)大小可能与决策最终目标,即企业价值最大化,并不一致,从而导致企业决策事实上的失误,甚至失败。当然,这里的失误和失败都具有双重的含义:既指未能获取潜在可以获得的利益,也包括未能规避潜在可以规避的损失。这种失误或失败的根源在于企业所处环境的高度不确定性,导致企业对未来外生的因素或者变量无法完全预知。

在高度不确定的环境下,许多企业几乎已被火焰吞噬,却还未能感知热度并对市场做出反应(Koulopoulos, Spinello, & Toms, 1997)。显然,如果企业能预先对这种无法预知的内外环境和决策结果的不确定性保持一定的反应和预防能力,那么,这些失误或失败就是可以避免的。尽管对于企业这种趋利避害的反应和预防能力的本质尚在许多方面存在着很大的分歧,但多数文献承认这种能力的本质是,在高度不确定的经营环境中企业应当具有一种选择的灵活性,并通常称之为“柔性(flexibility)”。

关于企业柔性的研究最早源于20世纪30年代经济学家Hart(1937)等人研究经济周期的震荡对于企业的影响。继其之后,由于大公司出现官僚制与集中化体系失效的普遍趋势,企业柔性问题受到研究者的广泛关注,研究主要集中在快速变化和不确定性环境中企业柔性的重要性。20世纪70年代中期以来,Ansoff(1975)等学者开始研究增强企业柔性的方法,当时的研究主要源于制造业中的柔性制造系统,重点关注企业过程柔性及企业柔性的价值、功能、成本方面的问题。此后,几乎所有学者都强调采取柔性机器、柔性路径、柔性生产计划、柔性操作等措施来增强柔性的重要性。作为这些研究的重要应用,上世纪八九十年代许多国家开始大量推广柔性生产线、柔性制造系统。然而令人遗憾的是,虽然投入了大量资源,但大量企业依然感到令人惊讶的柔性缺乏。正因为如此,人们意识到,仅仅依靠制造系统柔性的提高不足以支撑整个企业的柔性,从而其它柔性的研究开始引起重视,战略柔性、人力资源柔性、营销柔性和财务柔性等职能柔性逐渐成为

研究热点。

虽如上所述,企业环境和决策活动本身的不确定性是企业柔性得以存在的前提条件。但与企业其他柔性不同的地方是,财务柔性(financial flexibility)的存在还必须另一个条件,那就是资本市场的完善性。根据 Modigliani 和 Miller (1958)的 MM 定理,在完善的资本市场下,公司的投资决策和资本结构无关,即内源融资和外部资金是可以相互替代的,企业可以为一切有利可图的投资项目筹集到所需资金。因而在资本市场完善的情况下,即便存在高度不确定性,企业总能以合理的价格从资本市场上获得所需资金,因而财务柔性自然也就失去了存在的价值。

但是,由于现实中外部资本市场不完善,信息不对称性以及交易成本的存在,使得企业内外部融资成本存在差异,导致企业在需要资金想进入资本市场时却面临融资约束的困扰。在这种情况下,财务柔性的价值方才凸现出来,企业的各项决策就不仅需要对确定性情况或事件做出反应,还需要事先保持财务柔性以应对未来的不确定性。当未来事件偏离预期或非预期事件发生时,企业才有事后的财务柔性。

若诚如上述理论所言,企业获取和保持财务柔性一方面是由于企业环境和决策结果的不确定性,另一方面是由于资本市场的完善性所导致的融资约束。那么企业是否会根据其所面临的不确定性和所受融资约束程度的不同而选择不同的财务柔性储备政策?企业所储备的财务柔性是否会缓解其所受的融资约束?以及当大规模的不利冲击发生时,保持高财务柔性的企业是否能够更为容易的为其投资活动筹集到所需资金?从而能在冲击中寻找并把握有利可图的投资机会,化不利冲击为有利机遇?

虽然从国际上来看,西方已有部分学者对上述部分问题进行了研究,如 Booth & Cleary (2008)发现融资约束程度较高、现金流波动性较大的企业保持较高的财务柔性。Arslan, Florackis, & Ozkan (2008)则发现财务柔性较大的企业在金融危机中能更好的把握投资机遇。但仍有些问题,如,企业所储备的财务柔性是否会缓解其所受的融资约束,以及在面临不利冲击时,财务柔性企业是否能更为容易的为其投资活动筹集所需资金等,均尚需进一步的实证检验<sup>①</sup>。另一方面,从国内

<sup>①</sup> 虽然 Arslan, Florackis, & Ozkan (2008)也研究了财务柔性企业在不利冲击下(金融危机中)的筹资能力问题,但他们的研究仅限于单变量分析,而并没采用多元回归分析进行检验。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库